

332.46

C17c

ej.1

07503



CCB0631

**CAMARA DE COMERCIO DE BOGOTA**  
**Vicepresidencia de Planeación y Desarrollo**

CAMARA DE COMERCIO  
DE BOGOTA

Top. CCB0631

ej. 1



07693

Biblioteca - CIEB -

No. Inventario 7693

Fecha Ing. 21/01/96

DIA MES AÑO

Precio \$ 2000 No. Ejemplares       

CAMARA DE COMERCIO DE BOGOTA  
Centro de Información Económica - Social de Bogotá  
CIEB

BIBLIOTECA

**INFLACION Y ACTIVIDAD PRODUCTIVA**

**BASES PARA UN PROGRAMA DE CONCERTACION ENTRE EMPRESARIOS  
Y GOBIERNO EN EL MARCO DE LA APERTURA ECONOMICA**

Documento a consideración de la junta directiva  
sólo para comentarios

Documento VPD No. 1420

Santafé de Bogotá, septiembre de 1991



## **EL FENOMENO DE LA INFLACION:**

### **Situación actual y perspectivas (1988- 1991)**

El manejo actual de la política económica viene girando, sin duda, en torno al fenómeno de la inflación. Su control ahora más que nunca, resulta imprescindible como variable de estabilización macroeconómica en la perspectiva de una apertura más eficiente de la economía.

En Colombia la inflación se ha debido a una combinación de factores que vienen afectando tanto a la demanda como a la oferta. Dada la gran influencia que sobre la inflación siempre ha tenido el precio de los alimentos, consideramos importante enfocar el análisis en dos campos básicos: el precio de los alimentos y los demás precios de la economía.

#### **I. ALIMENTOS: vuelven a ser un factor de presión inflacionaria.**

Durante la década pasada, con excepción de 1984, 1986 y a partir de marzo de 1989, el crecimiento de los precios de los alimentos superó ampliamente al de los demás bienes y servicios. La inestabilidad que éstos presentan y los ciclos típicos de un mercado competitivo con oferta inelástica en el corto plazo, junto con la inflexibilidad a la baja de los demás bienes y servicios, ha ejercido una notable influencia en el proceso inflacionario del país.

Varios estudios<sup>1</sup> han confirmado que cuanto más variable sea la inflación, ésta tenderá a ser más elevada y con un efecto importante sobre los demás precios de la economía. Los demás efectos directos como la indexación de la remuneración a los factores y la formación de expectativas, junto con la producción que se convierte en insumo para otros sectores, también han contribuido a estimular la inflación.

A partir de 1987 se nota una rápida aceleración del precio de los alimentos que tuvo su origen básicamente en el desabastecimiento interno de productos agrícolas y en el manejo inadecuado de las existencias y las importaciones del Idema.

En 1988 los problemas anteriores continuaron presentándose, acentuados además por las condiciones climáticas, el aumento en los costos de producción, la inseguridad imperante en el campo y la baja inversión pública dirigida al sector.

---

<sup>1/</sup> Vease: Oliveros Hugo. Precios relativos y nivel general de precios, mimeo, DIE, Banco de la República, 1989.



Debido a la persistencia de la inflación de alimentos, el Gobierno del presidente Barco puso en marcha el denominado "Plan de Oferta Selectiva", que consistió en mejorar la rentabilidad de ciertos productos, a través del reajuste de los precios reales de sustentación para las cosechas de 1988 y 1988/1989. Aunque, de hecho, tal política pudo constituirse en un factor adicional de inflación, lo cierto es que a partir del segundo trimestre de 1989, y hasta diciembre de 1990, el precio de los alimentos, aunque fue creciente, se ubicó por debajo del precio de los demás bienes y de la inflación total (gráfico No.1).

No obstante, hay que considerar en este hecho el cambio ocurrido a partir de 1989 en las ponderaciones del índice de precios al consumidor, con base en los nuevos patrones de consumo investigados por el DANE<sup>2</sup>.

Recientemente, como se observa en el gráfico No.1, los alimentos nuevamente han vuelto a superar a los demás precios de la economía, situación que hasta el momento no ha recibido la mayor importancia por parte de las autoridades económicas. Los mayores incrementos acumulados a agosto se han registrado en los principales artículos del sector agropecuario que componen la canasta familiar: Ñame (82.47%), tomate (53.25%), arracacha (50.25%), remolacha (52.02%) y en general en la carne de res (48.63%).

Este comportamiento es un reflejo, además de los factores tradicionales asociados al manejo de la política agropecuaria, de los factores de inseguridad y violencia que aún persisten en el campo colombiano.

## II PRECIOS DE LOS DEMAS BIENES Y SERVICIOS: En ascenso desde 1988

Mientras los precios de los alimentos tradicionalmente han presentado un marcado cambio en sus precios relativos debido al comportamiento estacional de la oferta, los demás bienes y servicios, por el contrario, han tenido tasas de crecimiento más estables, reflejo de fuerzas inerciales de períodos anteriores. Es por ello que resulta preocupante la tendencia creciente que vienen presentado desde 1988 los demás precios de la economía, y ha tomado fuerza

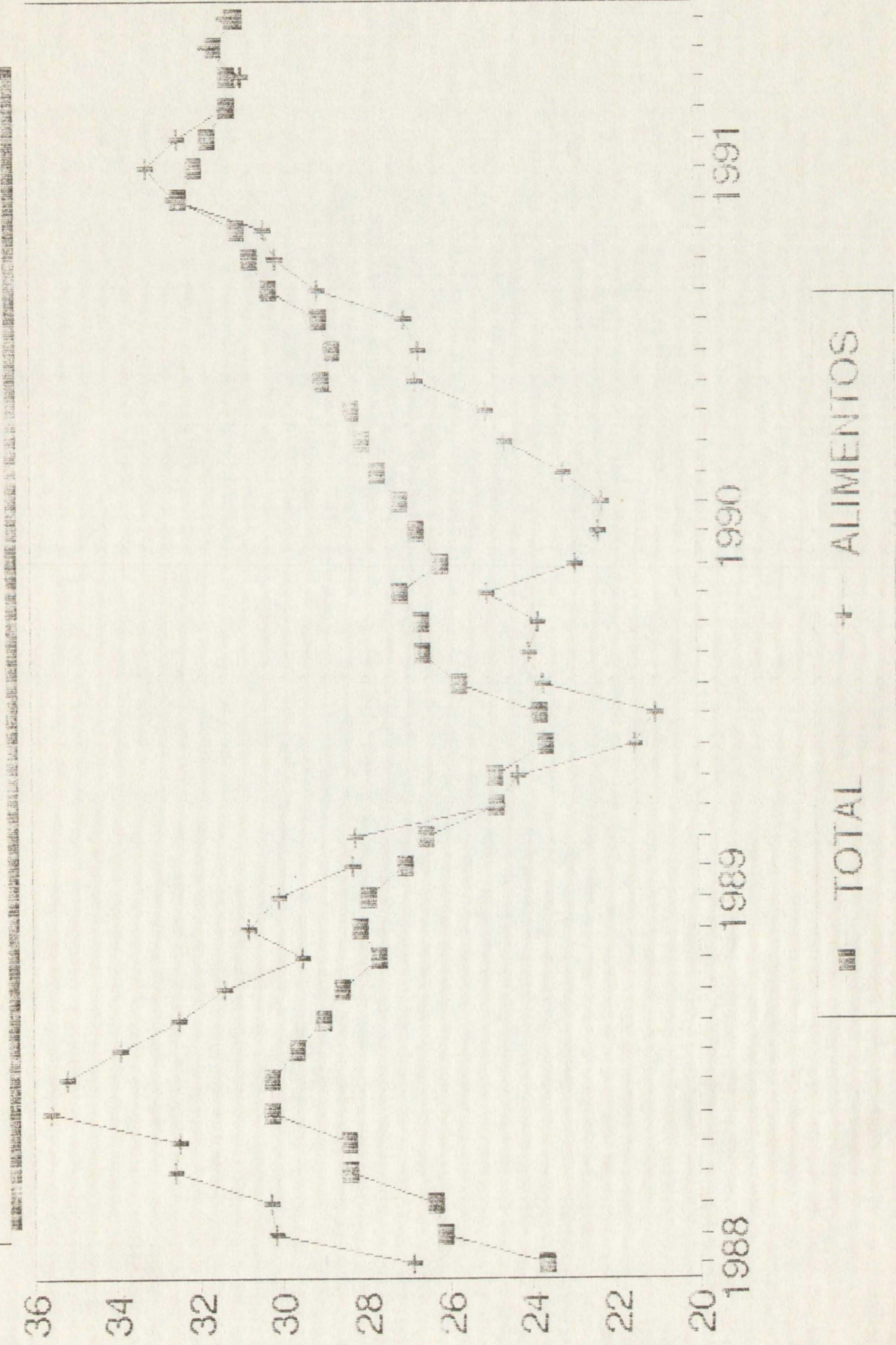
---

<sup>2/</sup> En la nueva canasta familiar se redujo de 48.90%, a 34.83% el peso relativo de los alimentos y se incrementó marcadamente la participación de los rubros de misceláneo y vivienda; el primero pasó de 16.40% a 23.35% y el segundo de 28.40% a 32.59%.



# INFLACION ANUAL (1988-1991)

## TOTAL Y ALIMENTOS





como factor de explicación del fenómeno el concepto de la inflación inercial, pues una buena parte de la inflación acumulada en un momento dado se ha causado por la inflación del año, mes o meses anteriores.

Así entonces, si los precios, los salarios, las tasas de interés y el tipo de cambio se ajustan continuamente, con base en patrones anteriores, para compensar la inflación, en un segundo período los precios de la economía aumentarán al menos en el mismo porcentaje del período anterior. Esta situación se acentúa cuando el mismo Gobierno deja crecer en exceso las demás variables a su cargo como la oferta monetaria, el crédito y la base monetaria. De ahí que la política económica que se aplique y las expectativas que ésta genere en un determinado momento, influyan en el comportamiento de los precios y los agentes económicos. **Así las cosas, la aceleración de la inflación en los bienes diferentes a alimentos a partir de 1988 se encuentra fundamentalmente asociada a los factores inerciales de la inflación.**

En efecto, los precios de varios bienes y servicios, incluyendo los administrados por el Gobierno, se vienen fijando de acuerdo con la óptica retrospectiva que trae la inflación. Así por ejemplo, en 1988 el rubro de servicios presentó un aumento anual del 22.5%, superior en casi tres puntos a la variación de 1987 y en más de seis a la registrada dos años atrás.

Las mayores alzas, por encima del 25%, se presentaron en los servicios ofrecidos por el Estado o regulados por éste, especialmente en los rubros de enseñanza, cultura y esparcimiento, transporte y tarifas de servicios públicos. En parte esta situación se explica por el reajuste aplicado en algunos servicios públicos con el propósito de recuperar el atraso que venían presentando sus precios con respecto a los costos del suministro, en cumplimiento de las medidas de ajuste fiscal. Según el Banco de la República, en 1988 los servicios de agua, energía, postal y el telefónico, contribuyeron en cerca de dos puntos a la inflación acumulada en diciembre<sup>3</sup>. En 1991 la variación anual de los servicios públicos y combustibles ha sido de 46.69%, muy por encima del promedio general del 31.0%.

Otro factor importante que explica el crecimiento del rubro de misceláneos en los últimos años, es la aceleración de los precios de algunos bienes industriales, asociado, en parte, con el ajuste de costos provenientes de los mayores precios de las materias primas de origen agropecuario, particularmente en los subsectores de alimentos procesados y textiles.

---

<sup>3</sup>/ Consideraciones sobre el fenómeno inflacionario. Banco de la República, separata Revista No.735, enero de 1989.



como factor de explicación del fenómeno el concepto de la inflación inercial, pues una buena parte de la inflación acumulada en un momento dado se ha causado por la inflación del año, mes o meses anteriores.

Así entonces, si los precios, los salarios, las tasas de interés y el tipo de cambio se ajustan continuamente, con base en patrones anteriores, para compensar la inflación, en un segundo período los precios de la economía aumentarán al menos en el mismo porcentaje del período anterior. Esta situación se acentúa cuando el mismo Gobierno deja crecer en exceso las demás variables a su cargo como la oferta monetaria, el crédito y la base monetaria. De ahí que la política económica que se aplique y las expectativas que ésta genere en un determinado momento, influyan en el comportamiento de los precios y los agentes económicos. **Así las cosas, la aceleración de la inflación en los bienes diferentes a alimentos a partir de 1988 se encuentra fundamentalmente asociada a los factores inerciales de la inflación.**

En efecto, los precios de varios bienes y servicios, incluyendo los administrados por el Gobierno, se vienen fijando de acuerdo con la óptica retrospectiva que trae la inflación. Así por ejemplo, en 1988 el rubro de servicios presentó un aumento anual del 22.5%, superior en casi tres puntos a la variación de 1987 y en más de seis a la registrada dos años atrás.

Las mayores alzas, por encima del 25%, se presentaron en los servicios ofrecidos por el Estado o regulados por éste, especialmente en los rubros de enseñanza, cultura y esparcimiento, transporte y tarifas de servicios públicos. En parte esta situación se explica por el reajuste aplicado en algunos servicios públicos con el propósito de recuperar el atraso que venían presentando sus precios con respecto a los costos del suministro, en cumplimiento de las medidas de ajuste fiscal. Según el Banco de la República, en 1988 los servicios de agua, energía, postal y el telefónico, contribuyeron en cerca de dos puntos a la inflación acumulada en diciembre<sup>3</sup>. En 1991 la variación anual de los servicios públicos y combustibles ha sido de 46.69%, muy por encima del promedio general del 31.0%.

Otro factor importante que explica el crecimiento del rubro de misceláneos en los últimos años, es la aceleración de los precios de algunos bienes industriales, asociado, en parte, con el ajuste de costos provenientes de los mayores precios de las materias primas de origen agropecuario, particularmente en los subsectores de alimentos procesados y textiles.

---

<sup>3</sup>/ Consideraciones sobre el fenómeno inflacionario. Banco de la República, separata Revista No.735, enero de 1989.



Igualmente, los mercados monopolísticos y oligopólicos que conforman varias industrias, con una alta protección frente a la competencia externa, ha llevado a que los aumentos de demanda en algunos casos se traduzcan en mayores precios, que después no vuelven a bajar, de acuerdo con las reglas del mercado<sup>4</sup>.

Como se observa, en los aspectos anteriores se reflejan los problemas de manejo, productividad y eficiencia que han venido manteniendo los sectores público y privado, y que, sin duda, justifican aún más el inicio del proceso de apertura de la economía. En esta perspectiva, el Gobierno tiene en la apertura una aliada en el mediano y largo plazo para bajar la inflación. Las mejoras en la productividad industrial y el sometimiento de la producción doméstica a una mayor competencia externa, permitirán una fijación de precios más acorde con el libre juego de la oferta y la demanda. Sin embargo, adoptar la apertura que es una estrategia de largo plazo, como un instrumento de control de la inflación en el corto plazo, puede traer como consecuencia que, en el mediano plazo, ésta le pueda salir al país más costosa que la misma inflación, mientras no se acompañe de medidas que estimulen la inversión y la modernización industrial.

### III EL MANEJO CAMBIARIO Y LA INFLACION

La pérdida de competitividad se manifiesta en la economía cuando a causa de una menor productividad, la remuneración real de los factores no disminuye, haciendo que el costo de los productos finales se eleve por encima de los que prevalecen en los mercados internacionales. Así entonces, el mantenimiento de la remuneración real sólo sería posible en la medida en que la productividad de los factores se mantenga estable; este desequilibrio es el mismo que origina que los precios de los productos finales se eleven, presionando la espiral salarios-precios, que es un componente importante de la inflación inercial.

La inflación interna tiende entonces a encarecer nuestros productos con respecto a los del exterior. Si este diferencial no es compensado proporcionalmente con ajustes en el tipo de cambio, se pueden generar graves desequilibrios en la Balanza de Pagos. **De aquí surge la importancia de controlar la inflación, pues de otra manera se requeriría acelerar bastante la devaluación nominal para recuperar la competitividad de la producción nacional en los mercados externos, con los problemas que esta**

---

<sup>4</sup>/ Vease: Kalecky, Michael. Teoría de la dinámica económica FCE.



política trae consigo: el aumento de la deuda externa contraída en dólares de las empresas públicas y el aumento en el costo de los insumos importados.

Si se comparan las gráficas de tendencia de la inflación y la devaluación (gráfico No.2) es posible llegar a la conclusión de que la tasa de cambio históricamente no ha tenido un patrón definido y que sólo en determinadas épocas las series guardan una misma relación: se observa como durante todo 1988 la inflación creció a mayores tasas que la devaluación, año a partir del cual y hasta 1990, la devaluación supera ampliamente a la inflación. Esta situación se refleja desde julio de 1989 en el comportamiento siempre creciente del índice de la tasa de cambio real<sup>5</sup>, hasta alcanzar su máximo nivel en diciembre de 1990, con un valor de 117.0. Sin duda, este instrumento de política ha sido vital en la consecución de mayores mercados de nuestros productos, y en especial, para el fomento de nuestras exportaciones no tradicionales.

Los precios externos de los insumos importados fueron un amortiguador del efecto costo que hubiera podido generar la aceleración de la devaluación en el período 1985-1986. En contraste, entre 1987 y 1988 estos mismos contribuyeron al incremento de la inflación. En los últimos meses de 1989 y hasta el presente, el precio relativo de los bienes importados muestra una disminución, que puede ser el resultado de la reducción gradual y selectiva de impuestos que sobre éstos recaían, dentro de la estrategia de apertura económica<sup>6</sup> (gráfica Nº 3).

Así pues, en períodos más recientes la evidencia demuestra que la devaluación no ha sido un factor real de inflación por la vía de los costos, sino por la vía de las expectativas de los sectores industriales, los cuales han tendido a indexar sus precios con base en la devaluación y no en la inflación, debido al alto componente importado de sus bienes finales.

---

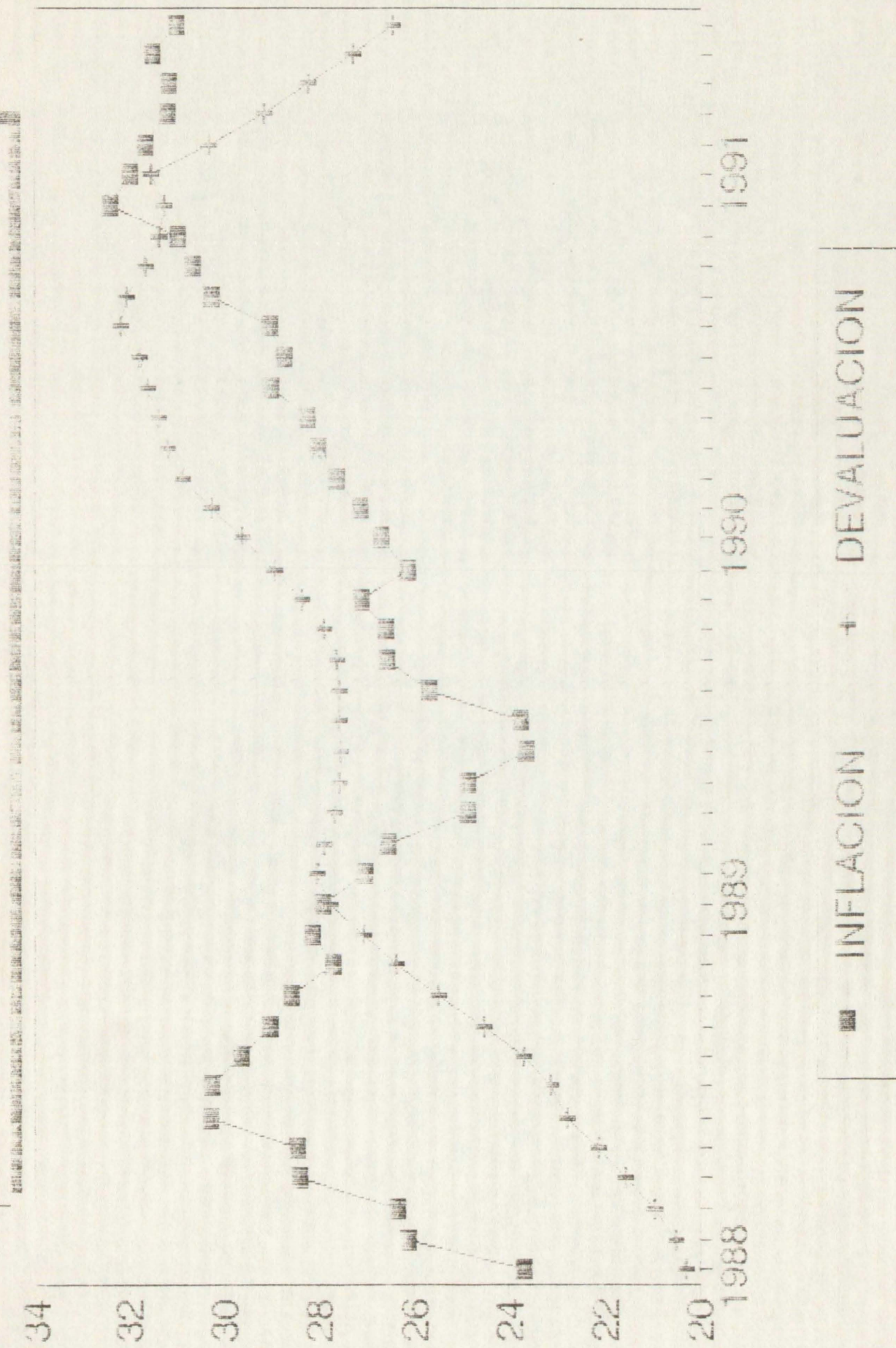
<sup>5/</sup> La tasa de cambio real es un índice que partiendo de un nivel de 100 en un año base (diciembre de 1986= 100), evoluciona con el tiempo en función de la cotización nominal del peso; de la inflación de nuestros socios comerciales y de los movimientos de sus monedas. Aumentos en la tasa de cambio real constituyen devaluación real del peso frente a las monedas del resto del mundo

<sup>6/</sup> El precio relativo de los bienes importados resulta de dividir el índice de precios al productor de bienes importados por el índice de precios al productor de los bienes producidos y consumidos. El índice de precios importados incluye los recargos e impuestos aplicados por el Gobierno.



# INFLACION Y DEVALUACION

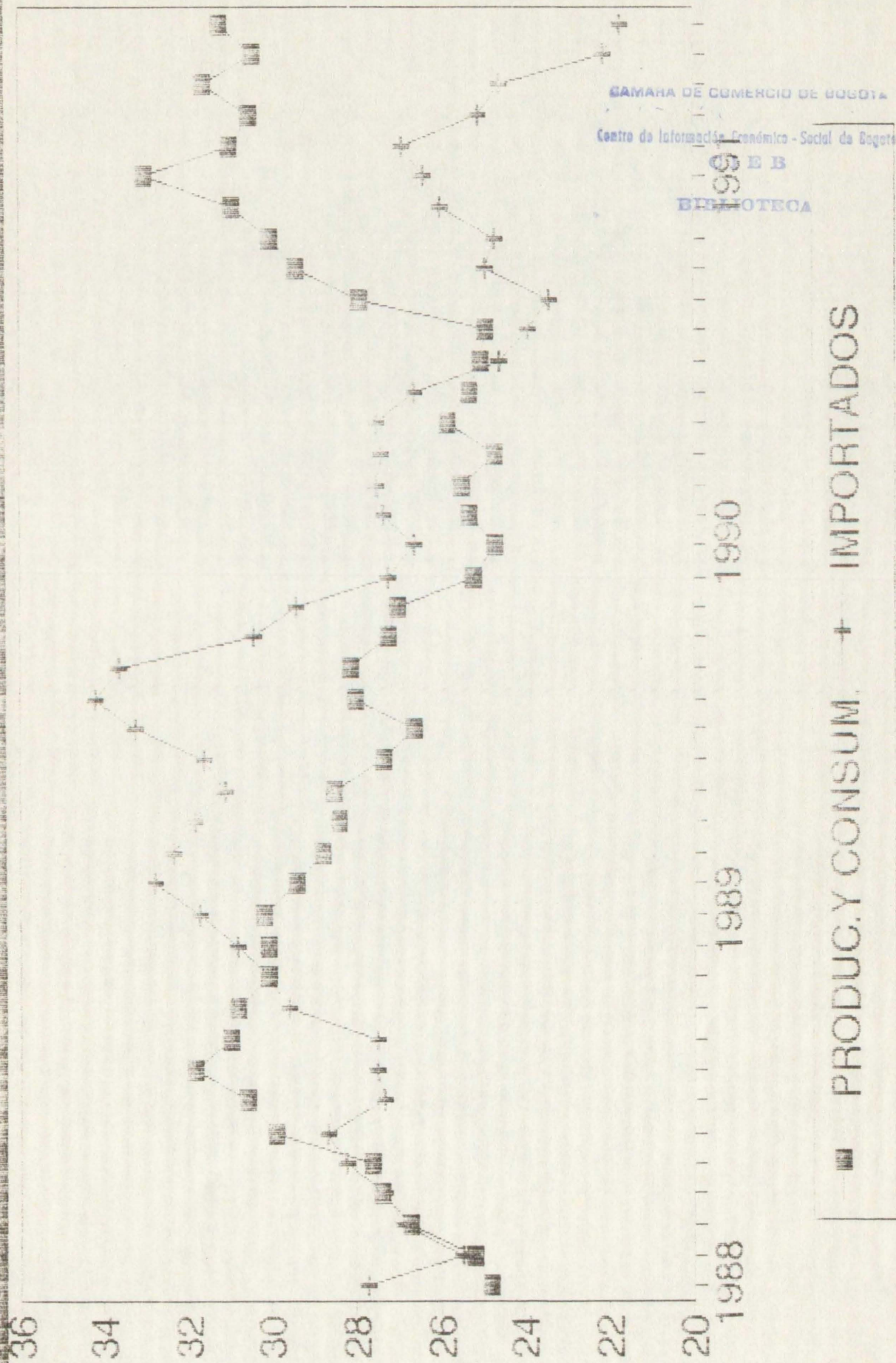
## VARIACIONES ANUALES (1988-1991)





# INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR

## VARIACIONES ANUALES (1988-1991)





#### IV LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL

En teoría económica las variables macroeconómicas deben guardar unas proporciones que permitan mantener el equilibrio entre la oferta y la demanda globales. Sin embargo, alcanzar esta situación es bastante difícil por factores tanto internos como externos que se presentan a lo largo de un período o año determinado.

Mantener dicho equilibrio es tarea de la política económica, pero en la práctica, tanto la política monetaria como la fiscal han influido históricamente en el comportamiento de la inflación

Al examinar las series de tendencia histórica de los medios de pago y la inflación se observa la estrecha relación existente entre estas dos variables. De hecho, en Colombia en la mayoría de la coyunturas, el control de la inflación se ha ejercido a través de controles monetarios: variación de los encajes e inversiones forzosas, aumento de las operaciones de mercado abierto y manejo de la tasa de redescuento.

**En los últimos años, sin embargo, la relación entre medios de pago e inflación no es muy clara. Quizás el fenómeno de la inflación inercial imperante en estos años y la concepción equivocada del diagnóstico sobre todo en momentos en que la economía presenta mayores niveles de apertura, no han permitido un mayor efecto de las políticas restrictivas, reaccionando los precios muy levemente o en contravía de las variables monetarias. (Gráfica No.4).**

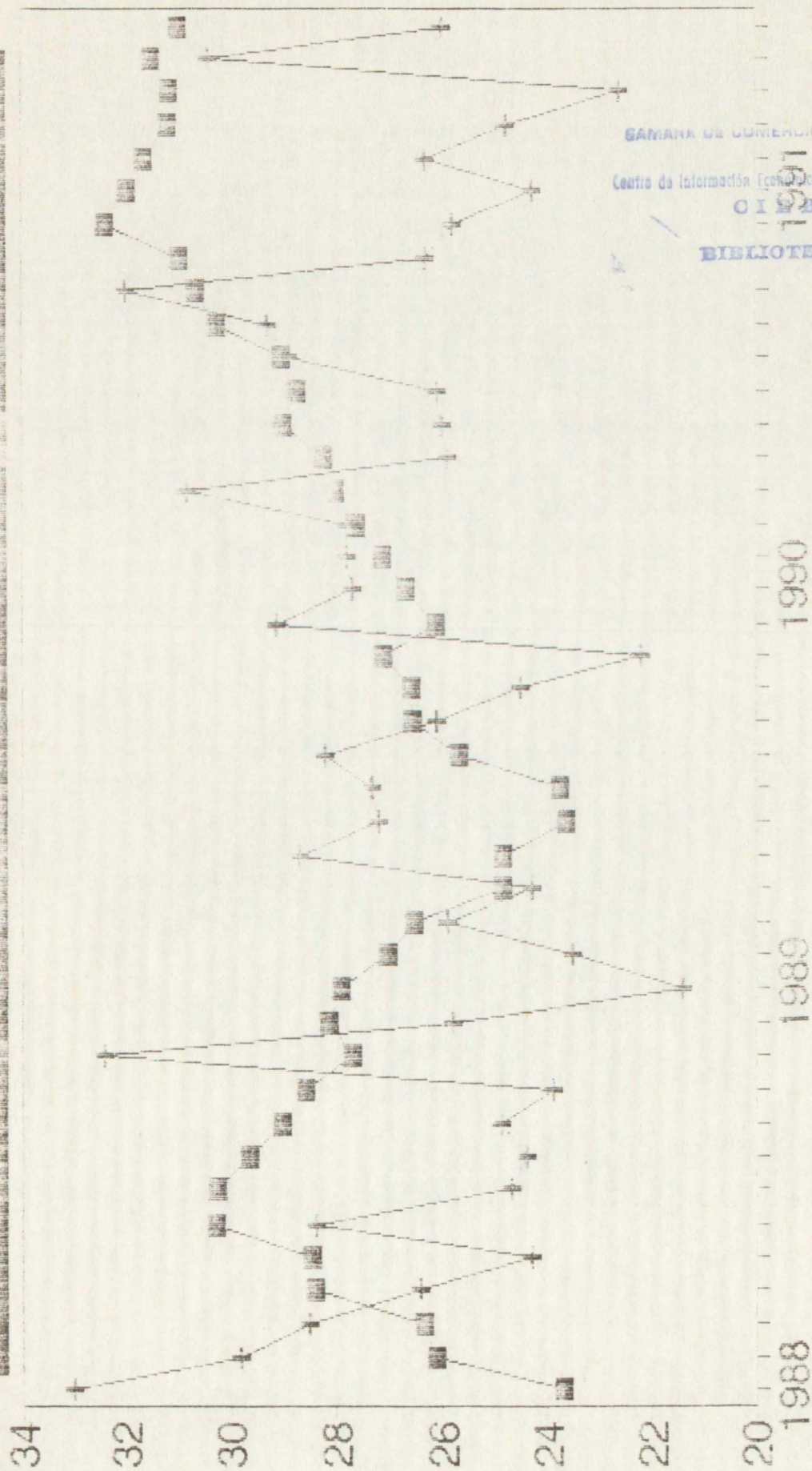
Este mismo control monetario ha surgido como consecuencia del déficit fiscal, que ha tenido que cubrir el Gobierno o bien con crédito externo o a través de préstamos otorgados por el Banco de la República (emisiones), sin que exista la contraparte de riqueza y aumento en el producto nacional que exige toda creación de dinero convirtiéndose de esta manera la emisión, en una fuente de inflación.

Es claro entonces, que un buen manejo monetario de las autoridades debe estar precedido o por lo menos realizarse al tiempo con una política de ajuste en el campo fiscal: restricción de gastos e inversiones improductivas, mejoras en la productividad, mayor eficiencia de los servicios y racionalización de impuestos y subsidios. Un sano manejo monetario debe tener como criterio esencial la obtención de un equilibrio en las finanzas estatales; por ello,



# INFLACION Y MEDIOS DE PAGO

## VARIACIONES ANUALES (1988-1991)



BANCA DE COMERCIO DE BOGOTÁ  
Centro de Información Económico-Social de Bogotá  
CIES  
BIBLIOTECA

■ INFLACION      -+ MEDIOS DE PAGO



condición necesaria para reducir la inflación es adecuar los medios de pago a las demás variables macroeconómicas, y en especial, al crecimiento nominal del producto.

Este propósito, sin embargo, es bastante difícil de alcanzar en la práctica pues además de las variables controlables por el Gobierno, existen otras como la velocidad de circulación del dinero<sup>7</sup>, que dependen de las preferencias del público, así como la organización y eficiencia del sistema de pagos.

Si aceptamos como cierta la teoría monetaria<sup>8</sup>, que establece una relación directa entre el nivel de los medios de pago y el índice de precios en una economía, no hay duda, que el déficit fiscal y las políticas expansionistas han influido en la inflación del país. **Sin embargo, en esta ocasión el aceleramiento reciente no parece responder a este diagnóstico del fenómeno como lo demuestra la persistencia de una alta tasa de inflación, a pesar del "apretón" monetario y fiscal que debieron soportar las actividades productivas durante el primer semestre del año.**

En la práctica, los factores de desestabilización se han originado en el frente cambiario, como resultado: (a) de la lenta respuesta de las importaciones durante el primer año del proceso de apertura; (b) el ingreso de divisas ocasionado por la atracción de las altas tasas de interés; y (c) el dinamismo de las exportaciones menores; todo lo cual ha contribuido a un crecimiento vertiginoso de las reservas internacionales, que presentan en la actualidad una gran diferencia de casi 2.000 millones de dólares en su evolución prevista. Esta acumulación ha sido reconocida por el propio Gobierno como el principal obstáculo para bajar la inflación este año<sup>9</sup>.

## V. MEDIDAS DE CONTROL A LA INFLACION

La economía colombiana desde mediados de la década pasada ha venido presentando un proceso inflacionario en ascenso, que hizo que el nivel de precios se ubicara en el 29% al

---

7/ Se define como el número de veces al año en que un peso participa en la financiación de una transacción. Su cálculo para toda la economía resulta de dividir el PIB nominal por los medios de pago. (efectivo más depósitos en cuenta corriente).

8/ Según el estudio "Políticas Monetarias e Inflación": Colombia 1951-1989, realizado por Luis Lorente, el crecimiento de los precios es un proceso autónomo independiente de si existe o no un aumento previo de la oferta monetaria. Igualmente, el crecimiento de los medios de pago es un fenómeno endógeno causado por las necesidades de crédito del sistema económico.

9/ Decisiones sobre el programa de apertura (II). DNP. Agosto 26 de 1991.



final de la administración Barco y en el 32.3% en diciembre de 1990, siendo este el nivel más alto desde 1963<sup>10</sup>.

Ante esta situación, el gobierno estableció como prioridad de la política económica para 1991, reducir la inflación del 32.3% al 22%, y con este fin ha venido adoptando una severa política antiinflacionaria, orientada a estabilizar el comportamiento de los precios, para hacer posible la continuación del programa de apertura de la economía.

La lucha contra la inflación se ha adelantado a través de medidas en los frentes fiscal, monetario y cambiario, destinadas fundamentalmente a contraer la demanda agregada, por medio de la reducción del déficit fiscal, el control de la oferta monetaria y el establecimiento de una política de precios y salarios con base en la meta oficial de la inflación para 1991.

No existe, sin embargo, una concepción integral de la política actual en materia de inflación, para actuar sobre otras causas del diagnóstico, que permitan adoptar medidas para modificar la rigidez de la oferta agropecuaria, que, como ya se señaló, es uno de los factores que nuevamente viene incidiendo en la evolución actual de la coyuntura inflacionaria.

En materia fiscal el Gobierno viene realizando desde el año pasado una drástica reducción del gasto público a través del recorte en las apropiaciones presupuestales del Gobierno central para inversión pública, el aplazamiento de pagos a los contratistas y la congelación de recursos del sector descentralizado. Estas medidas que permitieron ubicar en 1990 el déficit fiscal en 0.9% del PIB, han seguido en vigencia pero, como lo ha reconocido el gobierno la reducción del déficit ha obedecido más al aplazamiento del gasto que a la reducción real del mismo, es decir, que no se ha actuado para conseguir una mayor eficiencia en la utilización de los recursos públicos.

En materia monetaria, la estrategia gubernamental se ha orientado a reducir la base monetaria y controlar el crecimiento de los medios de pago para ubicarlos en el 22% durante el presente año. Con este fin, se han utilizado fundamentalmente dos instrumentos: la restricción de la expansión secundaria a través de la aplicación del encaje marginal del 100% y la ampliación de las operaciones de mercado abierto, OMAS.

---

<sup>10</sup>/ DNP proyecciones macroeconómicas Bogotá enero de 1991.



A través del encaje marginal los bancos, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y demás instituciones dedicadas a la intermediación, le dejaron de prestar al sector empresarial cerca de \$430 mil millones en el primer semestre. Esta medida, que inicialmente se había previsto levantar en junio, ha comenzado a flexibilizarse a partir del mes de septiembre, quedando vigente tan solo para los depósitos y acreedores fiduciarios. Adicionalmente, se estableció el reajuste del encaje ordinario sobre las cuentas corrientes y CDTs.

Al mismo tiempo y para reducir la expansión monetaria ocasionada por la acumulación de reservas que sumaran a junio 5 US\$5.200 millones, es decir, US\$1.341.9 millones más que en la misma fecha del año pasado y US\$697 millones más que al cierre de 1990, el Gobierno incrementó su intervención en el mercado monetario por medio de las operaciones de mercado abierto, a través de las cuales se han congelado cerca de \$1 billón, gracias a la colocación en el mercado a tasas cercanas al 50% de títulos de participación redimibles a 150 días. Sin embargo, este tipo de instrumentos ha venido perdiendo efectividad y al mismo tiempo se han convertido en factor de atracción de capitales, por los altos niveles de interés que ofrecen, con lo cual se ha ocasionado un fuerte factor de presión de las tasas de interés.

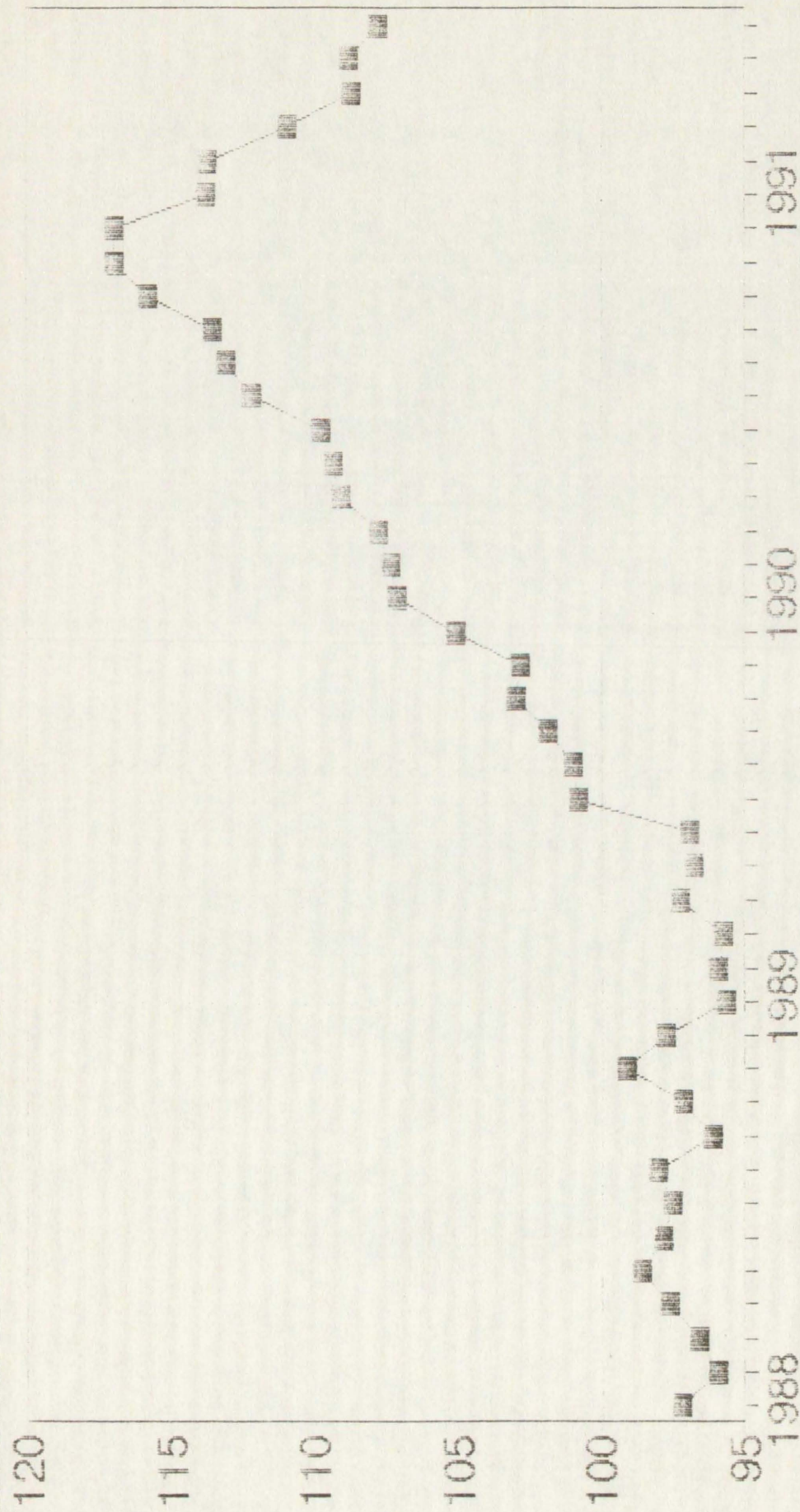
En el frente cambiario, hasta diciembre de 1990 se mantuvo una elevada tasa de cambio real, como mecanismo de protección a la industria nacional y simultáneamente como estímulo a las exportaciones. Sin embargo, debido a la persistencia de la inflación, se buscó actuar sobre uno de los componentes de la inflación inercial, reduciendo el ritmo de devaluación del 31.1%, registrado en 1990, al 25.2% en junio pasado (Gráfica No.5). Además, como resultado de la baja respuesta de las importaciones las cuales contrario a lo esperado no se dispararon, y del excelente comportamiento de las exportaciones especialmente las no tradicionales, se ha venido presentando desde finales de 1990 una fuerte acumulación de divisas, que en el primer semestre de 1991, se vio estimulada aún más por las altas tasas de interés de las OMAS, la restricción del crédito financiero y las reformas cambiaria y tributaria. Esta situación ha desvirtuado la efectividad de las medidas monetarias como resultado de la alta monetización que se ha producido, situando a comienzos de junio el nivel de los medios de pago 6 puntos por encima de la meta del 22%; este hecho ha sido además la causa fundamental de la resistencia a la baja que ha mostrado la inflación, la que al finalizar el primer semestre se ubicó en el 31%.

Con el fin de hacer más efectiva la lucha contra la inflación, el Gobierno decidió acentuar las medidas que en materia cambiaria se habían adoptado: la supresión del plazo mínimo de giro



# INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL

(1988-1991)



■ TIPO DE CAMBIO REAL



para las importaciones; la simplificación de la documentación para efectuar los giros; la autorización de recompra de la deuda externa privada; la definición de un plazo máximo de giro para la deuda externa privada con más de 10 años de registro o 5 años de mora; y la autorización a terceros para adquirir con descuento la deuda externa privada.

Así, mediante el cierre de las operaciones de compra de divisas que venía realizando el Banco de la República, organismo que cedió esta función a los intermediarios financieros, se suspendieron las emisiones monetarias que se estaban generando por la compra de divisas y se establecieron tres alternativas para controlar el efecto expansivo que sobre la oferta monetaria se estaba generando.

En primer lugar, la entrega de las divisas por un certificado de cambio redimible a 90 días; en segundo lugar, la habilitación de la venta del certificado de cambio antes de los 90 días con un descuento del 10% y por último, la liberación de la negociación de las divisas en el mercado paralelo, en el cual el descuento depende de la oferta y la demanda. Adicionalmente, se dieron facilidades para que los exportadores realicen operaciones en el exterior sin necesidad del reintegro previo de las divisas. En la práctica, con el menor ritmo de devaluación y los mecanismos establecidos para la conversión de las divisas, el Gobierno ha revaluado el peso para estimular las importaciones y reducir la presión de las reservas.

En estas circunstancias, las perspectivas de las medidas monetarias y especialmente el "apretón" cambiario, sin duda, han empezado a mostrar un cambio de tendencia en algunas variables. Como se comprueba en la reducción observada del ritmo de crecimiento de los medios de pago, que a mediados de junio era de 30.3% y a finales de julio se ubicaron en el 24%. Además, el establecimiento de los certificados de cambio permitió centralizar la presión monetaria que se hubiera generado por el crecimiento de las reservas aproximadamente US\$300 millones durante el mes de julio.

Estos dos hechos, se reflejaron en la disminución de los intereses que el emisor ofrece a través de las operaciones de mercado abierto OMAS, del 49% al 46% en la primera semana de agosto.

A pesar del buen comportamiento de las variables monetarias entre julio y agosto, el índice de inflación registrado a julio presentó una variación anual del 31.6%, inferior en sólo 0.76 puntos porcentuales a lo registrado en igual período del año anterior.



De hecho, el control monetario aplicado en el primer semestre, no ha tenido todavía el efecto esperado y la contracción se ha reflejado únicamente en el otorgamiento de crédito y el fortalecimiento de los mercados extrabancarios<sup>11</sup>.

Según un estudio reciente de la ANDI, de 150 proyectos adelantados con inversiones de \$573.000 millones (US\$100 millones aproximadamente), un 40% es financiado con recursos propios y emisión de acciones, un 16.7% a través de leasing, el 27.8% de créditos externos, el 11.7% de las líneas de fomento del Banco de la República y tan solo el 3.6% proviene de la banca comercial.

El esquema de financiación anterior confirma que en verdad los estímulos cambiarios han ejercido un efecto de equilibrio de la situación del crédito interno para las grandes empresas, siendo entonces, la mediana y pequeña empresa, así como el común de la gente, los más perjudicados con las medidas restrictivas del Gobierno.

## VI. LOS GREMIOS FRENTE A LA POLITICA DE ESTABILIZACION

Los diferentes sectores de la producción nacional han expresado desde su propia visión gremial, su respaldo al propósito de bajar la inflación, pero al mismo tiempo han hecho expresa su preocupación por la efectividad y el costo que pueden tener para la economía, las medidas que con este propósito se han adoptado.

Es así como se ha creado consenso acerca de los problemas que para la producción nacional se han originado en el establecimiento del encaje marginal, mecanismo que, en la práctica, se ha traducido en el incremento de los costos de producción por la vía de los altos intereses y el estímulo del mercado extrabancario. Los industriales han estimado contradictoria la restricción del crédito, en momentos en los cuales es necesario adelantar la modernización y reconversión industrial para garantizar la competitividad de la industria nacional.

Así mismo, han considerado inconveniente la adopción de medidas "sugeridas por la necesidad de doblarle el espinazo a la inflación a toda costa" como han sido la liberación de importaciones para algunos productos y el incumplimiento del cronograma arancelario al adelantar la rebaja que se había fijado para 1992.

---

<sup>11</sup>/ Ante una restricción monetaria, los mercados financieros reaccionan instantáneamente, situación diferente a la ocurrida en el mercado de bienes en donde el ajuste en los precios es más lento: entre 2 y 4 meses,



Respecto a las medidas cambiarias que se han tomado para corregir el acelerado ingreso de divisas, los exportadores consideran que se debió establecer un tratamiento especial para los dólares originados en la exportación de bienes, que las diferenciara de los dólares de dudosa procedencia y de los ingresos por servicios y transferencias del exterior.

Consideran que las nuevas medidas, ocasionarán un perjuicio adicional a las ya existentes: revaluación del peso, que en términos reales alcanza ya un 12%; establecimiento del certificado de cambio que reduce los ingresos del exportador; elevación de los costos de los créditos de Proexpo; y las últimas decisiones que se han tomado en relación con el CERT, el cual se eliminó para los envíos a los Estados Unidos.

Respecto a las medidas monetarias, se ha considerado que los resultados de la política de estabilización impuesta por el Gobierno en el primer semestre no ha logrado los resultados esperados, no obstante el ritmo acelerado de las operaciones de mercado abierto. OMAS, y el encaje marginal del 100% los dos instrumentos de contracción monetaria utilizados.

El sector financiero, respecto al establecimiento del encaje marginal ha estimado, que este instrumento en vez de permitir el control efectivo de la moneda, ha sido uno de los factores causantes del debilitamiento de la financiación y la inversión, por la vía de la restricción del crédito financiero, pues no obstante el apretón monetario tan drástico que se ha realizado, mediante las OMAS, éste no ha sido efectivo en el control del dinero y por el contrario le quito participación al sistema financiero. Según sus apreciaciones, el control al crédito financiero no era el instrumento eficaz para lograr la disminución de la moneda y así lo demuestra el esfuerzo que ha sido necesario realizar a través de las OMAS para captar cerca de un billón de pesos a tasas cercanas al 49%.

## **VII LAS PREOCUPACIONES ACTUALES: inflación, estancamiento y pánico cambiario**

No hay duda sobre el impacto que tendrá en el futuro económico del país, el éxito o el fracaso de la actual política de estabilización en que está empeñado el Gobierno nacional.

Sin embargo, aún no existe claridad en los diferentes agentes de la economía sobre las características de la presente coyuntura inflacionaria, tanto en las causas como en los instrumentos apropiados para su control. En estas circunstancias, la credibilidad de la política



económica que es fundamental para no generar expectativas contrarias al proceso, está creando ciertas dudas, que surgen de los niveles inquietantes que aún muestra el crecimiento de los precios, no obstante el fuerte apretón a que ha sido sometida la economía.

En efecto, a finales del año pasado, las presiones inflacionarias se agudizaron y el proceso comenzó a mostrar en forma persistente características inerciales, no obstante que el Gobierno ya venía adoptando una política fiscal y monetaria contraccionista la cual se acentuó desde los primeros meses del año.

Sin embargo, los resultados previstos no se han alcanzado debido entre otros factores a:

- a. El comportamiento de los precios de los bienes y servicios administrados por el Gobierno, así como los de los bienes industriales que han venido creciendo por encima del índice de la inflación total.
- b. Los problemas estructurales de la oferta agropecuaria, junto con la inseguridad y violencia que ha padecido el sector agropecuario, se han traducido nuevamente en una creciente participación de los alimentos en el incremento del nivel de precios desde finales de 1990.
- c. La reorientación del modelo de desarrollo a través del programa de apertura que se está adelantando desde comienzos del año anterior, cambió el escenario en el cual se venían aplicando las políticas de estabilización, dando lugar al surgimiento de nuevas situaciones desestabilizadoras, como el acelerado ingreso de divisas estimulado por las reformas cambiaria y tributaria, ante las cuales las medidas monetarias y fiscales no han sido efectivas.
- d. Como resultado de estos factores, los problemas que enfrenta el manejo discrecional de la política económica se deben fundamentalmente a la dificultad para armonizar dos objetivos prioritarios en forma simultánea: la apertura y la estabilización.

En este contexto, la situación actual de sectores como el industrial y comercial se ha venido deteriorando a lo largo del presente año, en respuesta básicamente de las medidas monetarias, que tienen virtualmente cerrado el crédito y sin incentivos para invertir dadas las altas tasas de interés que las operaciones de mercado abierto han estimulado; este fenómeno va en clara contravía con las decisiones de capitalización e inversión que se buscan fomentar en el marco



de la apertura económica en momentos en que además existe una clara caída de la demanda interna.

En otros frentes el comportamiento esperado no ha coincidido con los resultados. A pesar de la gradualidad que se le venía dando el proceso de apertura y de las señales claras del Gobierno en materia de desgravación arancelaria, de acuerdo con el cronograma establecido, las importaciones cayeron en el primer semestre; debido fundamentalmente a que el sector empresarial se mantuvo a la expectativa en espera de nuevas rebajas de aranceles. Entre tanto, ha crecido el negocio especulativo con los certificados de cambio, los cuales se han convertido en la mejor y más rentable alternativa de inversión, usándose cada vez menos como mecanismo para importar y más como instrumento para obtener una rentabilidad extraordinaria. En estas circunstancias, el sector exportador ha sido el más perjudicado en la medida en que ha tenido que vender sus certificados de cambio con descuento y ha visto como se viene revaluando la tasa de cambio real, mostrando una tendencia descendente ya muy cerca de su nivel de paridad.

Para revertir esta tendencia de expectativas y controlar la presión ejercida por el ingreso de capitales, el Gobierno decidió acelerar el proceso de apertura a través de los siguientes mecanismos: reducción sustancial de los niveles arancelarios dependiendo del tipo de bien; disminución de la sobretasa a las importaciones en 2 puntos porcentuales; aumento del ritmo de devaluación y agilización de los programas de reestructuración de puertos, modernización de la aduana e intensificación del plan vial.

No obstante la bondad de las nuevas medidas para contrarrestar el impacto monetario del mayor ingreso de divisas durante el primer semestre de 1991, es evidente la situación de "pánico" cambiario que se ha generado frente a una situación que puede no ser **coyuntural** sino **permanente**, en la medida en que el país viene presentando características de una economía más abierta en el último año.

En estas circunstancias, el Gobierno y el sector privado ya están en mora de identificar mecanismos novedosos, que hagan posible la adecuada y eficiente canalización de estos recursos para ampliar nuestra estructura productiva; reducir la pesada carga de la deuda que hoy mantiene en la encrucijada a las empresas de servicios públicos; orientar recursos para financiar la modernización de la pequeña y mediana industria; y hacer efectiva la operación del programa de asistencia laboral para mitigar el impacto de la apertura sobre el empleo.







FECHA DE VENCIMIENTO

CEB